

A13
108

Fabrizio Rossi

Strutture proprietarie e benefici privati di controllo



Copyright © MMV
ARACNE EDITRICE S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

00173 Roma
via Raffaele Garofalo, 133/A-B
06 93781065

ISBN 978-88-548-0100-4

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

I edizione: maggio 2005

Ai miei genitori

INDICE

INTRODUZIONE.....	9
CAPITOLO 1. ASSETTI PROPRIETARI E MERCATO PER IL CONTROLLO DELLE IMPRESE.....	14
1.1 Premessa	14
1.2 I modelli di controllo.....	15
1.2.1 I gruppi piramidali come strumento di separazione tra proprietà e controllo	20
1.2.2. La separazione tra proprietà e controllo in Europa e negli Stati Uniti	30
1.2.3. Gli effetti della separazione tra proprietà e controllo nei gruppi piramidali.....	32
1.3. La situazione europea.....	36
1.4. Le determinanti della riallocazione della proprietà e del controllo: <i>law and finance</i>	42
CAPITOLO 2. IL PROBLEMA DI AGENZIA: IL CONFLITTO TRA AZIONISTI DI MAGGIORANZA E DI MINORANZA	51
2.1 Premessa	51
2.2 La teoria dell'agenzia e dei costi di agenzia	52
2.3 Le possibili soluzioni al problema dei costi di agenzia	59
2.3.1. Il mercato dei prodotti e dei servizi	60
2.3.2. Il mercato delle risorse manageriali e i sistemi di incentivazione	60
2.3.3. Il mercato per il controllo delle imprese	63
2.4. Gli obiettivi della regolamentazione e le problematiche legate al trasferimento del controllo	72
2.4.1. La garanzia di efficienza ed equità nella normativa	75
2.4.2. I meccanismi di trasferimento del controllo societario.....	76
2.5. Premi di maggioranza e sconti di minoranza.....	80
2.6 La situazione in Italia: il conflitto tra azionisti di maggioranza e di minoranza.....	85

CAPITOLO 3. I BENEFICI PRIVATI DEL GRUPPO DI CONTROLLO	88
3.1 Premessa	88
3.2. L'analisi del <i>voting premium</i>	90
3.2.1. I modelli teorico – empirici nell'analisi del voting premium	91
3.3. Il valore del diritto di voto in Italia: i risultati delle principali evidenze empiriche	101
3.4. Il voting premium a livello internazionale	113
CAPITOLO 4. UN'ANALISI EMPIRICA SUI BENEFICI PRIVATI DEI GRUPPI DI CONTROLLO IN ITALIA	121
4.1. Le operazioni di Merger & Acquisition in Italia	121
4.2. Selezione del campione e metodologia impiegata	124
4.2.1. La metodologia dell'event study	128
4.2.2. L'analisi delle azioni di risparmio non convertibili	138
4.3 Analisi sul valore del premio per il diritto di voto in Italia	147
CONCLUSIONI	158
BIBLIOGRAFIA	161

INTRODUZIONE

Il dibattito sulle strutture proprietarie ha suscitato in questi ultimi anni un interesse specifico da parte della comunità scientifica. La letteratura delinea puntualmente due tipologie di assetti strutturali: da un lato il modello societario aperto, a proprietà diffusa, ove si configura una netta separazione tra capitale di controllo e capitale controllato, e dall'altro il modello proprietario chiuso qualificante il sistema impresa come una organizzazione in cui proprietari e governanti coincidono e l'organo di governo è stabile e coeso. Golinelli definisce tali figure rispettivamente con il termine "impresa a controllo proprietario debole" e "impresa a controllo proprietario forte". La prima corrisponde all'impresa manageriale in cui il management esprime il potere aziendale influenzandone l'indirizzo strategico; l'elevata quota detenuta dal mercato rafforza tale potere non consentendo la formazione di una "volontà maggioritaria". Nella seconda fattispecie, per contro, l'elemento qualificante è la differenziazione tra "capitale di comando" e "capitale controllato". Al "capitale di comando" fanno chiaramente capo le quote proprietarie di maggioranza "espressione di quella parte del capitale di rischio cui è associata la quota dei diritti di voto in sede assembleare sufficiente a determinare il controllo dell'impresa". Il "capitale controllato" è evidentemente espressione di quote proprietarie minoritarie a cui sono negate le prerogative del comando e, come osserva l'autore, "spetta in questi casi un ruolo diverso e assimilabile, per certi versi, a quello dei finanziatori esterni (capitale di credito)" ¹.

La presenza di strutture proprietarie fortemente concentrate, lo scarso flottante presente sul mercato, un sistema economico prevalentemente *bank oriented*, e la latitanza fino a pochi anni or sono degli investitori istituzionali, rende il nostro modello industriale del tutto peculiare e riconducibile alla seconda fattispecie testè descritta.

Il timore della perdita del controllo della propria azienda non consente al proprietario di aprire la compagine societaria all'esterno. Benché in questi ultimi anni si sia assistito ad un progresso normativo

¹ G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. 1. L'impresa sistema vitale*, Cedam, Padova, 2000, p. 240 e ss.

senza precedenti, ciò non è bastato ad attivare un *market for corporate control* che agevolasse l'alternanza dei governi societari.

Gli stessi problemi che vengono a crearsi nelle public companies, relativamente ai conflitti tra proprietari e managers, in Italia nascono tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza. L'esercizio del controllo permette ai detentori di usufruire in larga misura dei benefici privati, e ciò implica l'attuazione di operazioni non guidate dalla logica sottostante alla teoria di creazione di valore per tutta l'impresa bensì esclusivamente a proprio vantaggio. In numerosi casi, la sottrazione di ricchezza dagli uni a favore degli altri si concretizza per il tramite di operazioni infragruppo e mediante fusioni ed acquisizioni. Tale fenomeno si amplifica in presenza di gruppi piramidali, e della possibilità di emettere azioni di risparmio che non attribuiscono il diritto di voto.

Il lavoro, strutturato in quattro capitoli, è incentrato sulla descrizione di questi fattori e sulla quantificazione dei benefici privati legati all'esercizio del controllo societario.

Nel primo capitolo si delineano le caratteristiche delle strutture proprietarie delle società quotate italiane, dalle quali emerge che la maggior parte delle imprese è controllata da un singolo azionista, o coalizioni di azionisti, con percentuali di possesso dei diritti di voto superiori al 50%, mentre sono quasi assenti le imprese ad azionariato diffuso e quindi, di fatto, controllate dal management. Tuttavia lo scenario prospettato non è osservabile solo in Italia, ma nella maggior parte dei paesi industrializzati dell'Europa continentale fatta eccezione della Gran Bretagna.

In Italia, a ben vedere, l'elevato grado di separazione tra proprietà e controllo è riconducibile principalmente alla presenza di numerosi gruppi piramidali che rappresentano la forma di organizzazione e controllo più diffusa nell'industria italiana.

I risultati di studi precedenti, condotti negli anni novanta sulle principali subholding e società quotate italiane, mostrano che la separazione tra proprietà e controllo è stata elevata nei gruppi privati, quali Fiat, Pirelli, Olivetti, tutti organizzati su diversi livelli di controllo, e che nelle imprese in fondo alla catena piramidale assume i valori più alti.

Nel secondo capitolo si descrivono i costi di agenzia e le possibili risoluzioni al loro contenimento proposte in letteratura. In Italia, la separazione tra proprietà e controllo è causa dei problemi di agenzia. A differenza di quanto accade nelle società a proprietà diffusa, nelle quali il conflitto si crea tra azionisti e manager, nel nostro caso, in presenza di una struttura proprietaria concentrata, il conflitto si genera tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Quando la separazione è il risultato di un gruppo piramidale, all'interno del quale nessuna società è contendibile, è difficile contenere i costi di agenzia che risultano piuttosto elevati. E' infatti in tali circostanze che la divergenza di interessi tra capitale di controllo e capitale controllato si accentua sottolineando con forza le due funzioni obiettivo. Da un lato quella degli azionisti di maggioranza, sempre più interessati ad accrescere e mantenere i propri privilegi, dall'altro l'interesse supremo dell'organizzazione che si estrinseca nella creazione e massimizzazione del valore.

Sempre nel corso dello stesso capitolo, uno sguardo viene indirizzato ai trasferimenti dei pacchetti di maggioranza disciplinati dalla legge sulle OPA – Offerta Pubblica di Acquisto – entrata in vigore nel 1992 e successivamente modificata a seguito dell'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza –TUF -, con riferimento alla recente Direttiva comunitaria sulle OPA. Tali interventi normativi sono rivolti ad accrescere i poteri e la tutela dei soci di minoranza, oltre che a favorire l'efficienza economica nella riallocazione dei diritti di controllo. In tale ambito si è descritto il modello di Bebchuck, il quale esamina il problema dei trasferimenti di controllo dal punto di vista della loro efficienza, operando sul piano teorico un raffronto tra regole che prevedono l'obbligo di offerta totalitaria ad un prezzo che comprende il premio di maggioranza (*Equal Opportunity Rule*) e regole che non prevedono tale obbligo (*Market Rule*). L'autore evidenzia il fatto che nessuna delle due soluzioni è perfetta: la *Market Rule* non riesce a prevenire trasferimenti di controllo inefficienti, mentre la *Equal Opportunity Rule* può impedire trasferimenti efficienti. Per quanto concerne l'Italia, con la nuova normativa sulle OPA, disciplinata dal TUF, emerge che quest'ultima è più restrittiva della prima giacché ostacola trasferimenti di controllo inefficienti e assicura una maggiore protezione agli azionisti di minoranza, anche se

i benefici privati del gruppo di controllo rimangono ancora piuttosto elevati.

Nel terzo capitolo viene effettuata una descrizione dei benefici privati del gruppo di controllo mediante il voting premium, un metodo basato sulla misurazione del differenziale di prezzo tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio. Sempre in tale ambito si tracciano le principali metodologie teorico-empiriche. In particolare, viene descritta la metodologia empirica impiegata da Zingales per la determinazione del valore del diritto di voto in Italia, nel periodo compreso tra il 1987 e il 1990, e da Linciano nel 2002, per stimare l'impatto delle modifiche della regolamentazione sull'Opa. Di seguito si passano in rassegna i principali studi incentrati sul confronto a livello internazionale sui premi per il diritto di voto.

Nel quarto ed ultimo capitolo, infine, si procede alla stima dei benefici privati dei gruppi di controllo mediante due distinte metodologie: l'event study e il voting premium. Più segnatamente, dopo aver definito un campione di *Merger and Acquisition* realizzatesi durante il periodo 1998 – 2003, si stima la variazione di prezzo delle azioni ordinarie e di risparmio all'annuncio di una nuova acquisizione, per verificare se le operazioni di acquisizione sono state realizzate al fine di incrementare il valore dell'impresa o se al contrario sono state effettuate esclusivamente per arrecare benefici privati al gruppo di controllo, e ciò a danno degli azionisti possessori di azioni senza diritto di voto. Con il secondo metodo, invece, si è stimato, per il periodo 1994 - 2004, e distintamente per altri due sottoperiodi, il valore del premio del diritto di voto.

Come in ogni lavoro anche in questo corre l'obbligo ringraziare quanti più o meno motivati hanno contribuito alla sua stesura. Desidero in primo luogo ringraziare il Dott. Giovanni Maiuri per il supporto tecnico prestato durante l'elaborazione dei dati. Un ringraziamento desidero rivolgerlo al Prof. Domenico Campisi e al Prof. Alberto Manelli perché anche questa volta non mi hanno fatto mancare il loro sostegno per lo più di natura morale. Desidero esprimere profonda gratitudine nei confronti di chi mi ha dato la possibilità di iniziare questa professione senza poter però mai verificare la mia crescita scientifica perché prematuramente scomparso: il Prof. Giancarlo Pochetti. Le sue straordinarie doti

umane congiuntamente alla preparazione scientifica ed accademica hanno lasciato un vuoto incolmabile.

Da ultimo, ma non per questo meno importante, un ringraziamento speciale intendo rivolgerlo a chi con pazienza e comprensione mi è stato accanto durante la stesura di questo lavoro: i miei amici che non menziono, perché troppo numerosi, e la mia famiglia. A mia madre e mio padre, in particolare, per saper pazientare dinanzi ai miei orari di lavoro fuori dagli schemi.

CAPITOLO 1. ASSETTI PROPRIETARI E MERCATO PER IL CONTROLLO DELLE IMPRESE

1.1 Premessa

Il problema della separazione fra proprietà e controllo ha assunto nel corso dell'ultimo decennio un ruolo di primo piano nel dibattito sulle strutture societarie italiane. Da più parti si riteneva che un'appropriata regolamentazione del mercato azionario da sola bastasse a superare lo scoglio dell'eccessiva concentrazione e, quindi, della scarsa diffusione del "prototipo" di public companies. Tuttavia, tali aspettative non sembrano essersi realizzate neanche a seguito dell'introduzione del Testo Unico della Finanza (TUF) - che ha ampliato e ristrutturato la *corporate governance* delle società quotate - della stesura del Codice Preda, e delle varie direttive sulle Offerte Pubbliche di Acquisto aventi ad oggetto l'attivazione di un *market for corporate control*.

Solo la contendibilità nel governo delle imprese assicura in maniera efficiente, a parere di chi scrive, la creazione di valore per gli azionisti giacché l'allocazione del controllo societario e le regole che ne governano il comportamento contribuiscono a determinare l'efficienza economica della società stessa.

Per controllo di un'impresa si intende l'esercizio di un'influenza determinante sui suoi indirizzi strategici e sulle scelte necessarie per attuarli; tale influenza consente al soggetto controllante di disporre liberamente, in ogni circostanza, dei capitali materiali e immateriali dell'impresa.

Affinché il controllo sulle imprese possa essere riallocato in modo efficiente, è necessario prendere in considerazione due tipologie di problemi. In primo luogo, quello legato all'assenza di un *market for corporate control* che circoscrive l'informazione sui cambiamenti in atto nelle strutture e, dunque, sulle opportunità di acquisto. L'efficienza informativa del sistema comporta la diffusione della notizia circa il mutamento delle tecnologie, delle opportunità di crescita, delle capacità personali e delle generazioni, e in ultima analisi circola fra tutti gli individui, i quali possono valutare se un

ricambio del controllo sia necessario e l'individuazione di eventuali acquirenti adatti e disponibili all'acquisizione. In secondo luogo, coloro che possiedono le capacità imprenditoriali per esercitare il controllo devono poter accedere ai mezzi finanziari per esercitarlo. I differenti modi con cui il finanziamento può avvenire configurano modelli alternativi di separazione tra proprietà e controllo, mentre i diversi modi in cui vengono risolti i problemi informativi, che impediscono il ricambio del controllo, configurano meccanismi di allocazione alternativi. Tali funzioni dovrebbero essere svolte compiutamente dal mercato della proprietà e del controllo delle imprese.

Allo scopo di valutare le caratteristiche di tale mercato, è necessario procedere ad una classificazione dei modelli attraverso i quali è possibile esercitare il controllo.

1.2 I modelli di controllo

La proprietà rappresenta il mezzo principale, ma non l'unico, per esercitare il controllo. La disponibilità della totalità o della maggioranza assoluta dei diritti di voto può assicurare il controllo; la disponibilità di una quota di minoranza ne può consentire l'esercizio se coniugata con altri strumenti; l'assenza di proprietà rende indispensabile il ricorso ad altri strumenti e indebolisce l'esercizio del controllo. Di norma, raramente capacità, competenze umane e patrimonio finanziario coincidono talché si rende necessario, per favorire l'efficiente allocazione del controllo, un sistema di finanziamento che conceda ai soggetti adatti all'esercizio del controllo i mezzi per esercitarlo.

Il proprietario controllante sarà affiancato da proprietari non controllanti ai quali la proprietà offre solamente un diritto patrimoniale e non più un diritto di controllo. Tale separazione tra proprietà e controllo genera un conflitto di interessi tra proprietario controllante e proprietario non controllante.

Il controllante, che detiene solo una quota dell'impresa e che può trarre dal suo controllo benefici personali (vantaggi non monetari, benefici monetari a vantaggio di altre imprese possedute), non è necessariamente incentivato ad assicurare l'utilizzo efficiente del bene

nell'interesse di tutti i proprietari. D'altronde se i proprietari non controllanti non ricevono garanzie adeguate circa tale utilizzo, potrebbero non essere disposti a fornire il capitale.

Le diverse modalità con cui il *trade off* viene risolto - con maggiori garanzie per i finanziatori o con maggiore libertà per il controllante - possono dar luogo a diversi modelli di controllo, tra i quali distinguiamo:

Controllo assoluto: si configura con l'esercizio della maggioranza dei diritti di voto. Comprende, quindi, i casi in cui vi è perfetta coincidenza tra proprietà e controllo (proprietà detenuta da un solo soggetto con il 100 per cento) e quelli in cui il soggetto controllante dispone di una quota inferiore al 100 per cento ma superiore al 50. In questo secondo caso si ha una parziale separazione tra proprietà e controllo, che necessita di forme di garanzia per i finanziatori.

Controllo familiare: la maggioranza dei diritti di voto è nelle mani di molteplici soggetti appartenenti alla stessa famiglia, che partecipano congiuntamente al controllo, delegandolo ad uno dei componenti. Il coordinamento fra i controllanti e la garanzia per i non controllanti passa attraverso le relazioni familiari. In questo caso le probabilità di sviluppo dell'impresa sono limitate dalle disponibilità finanziarie della famiglia.

Controllo di coalizione: è un modello di controllo simile al precedente, ma più complesso. In tal caso, il controllo può essere esercitato congiuntamente da molteplici proprietari - nessuno dei quali dispone della maggioranza dei diritti di voto - legati da espliciti patti di sindacato o da alleanze o affinità dovute a comuni interessi; in alternativa, il controllo può essere delegato a uno dei proprietari, sempre sulla base di patti. In questo caso la relazione familiare è sostituita da accordi espliciti o informali.

Controllo a supervisione finanziaria: il controllo è separato dalla proprietà; le garanzie ai finanziatori, nel caso di proprietà diffusa, sono rappresentate dalla presenza tra i proprietari di uno o più soggetti